

LA BANQUE CENTRALE ET L'UNION MONÉTAIRE EUROPÉENNES : LES TRIBULATIONS DE LA CRÉDIBILITÉ

Jérôme Creel

Département des études de l'OFCE

Jacky Fayolle

Directeur-adjoint du Département des études de l'OFCE

Professeur associé à l'Université Pierre Mendès France, Grenoble

« Les structures ne peuvent fonctionner qu'en relation directe avec des codes de conduite partagés : la légitimité des institutions repose sur des accords interpersonnels et une compréhension commune, qui exige à son tour le respect des comportements attendus et une certaine mesure de confiance mutuelle. Parce que l'adhésion à un code de conduite partagé est, le plus souvent, implicite, on tend à sous-estimer son importance dans des situations où cette confiance est acquise. Mais il arrive qu'on la sous-estime là où elle n'existe pas. Et les résultats peuvent alors confiner au désastre ».

Amartya Sen, 2000 : *Un nouveau modèle économique, Développement, Justice, Liberté*, Editions Odile Jacob.

La création de l'Union monétaire européenne confère une dimension expérimentale à l'acquisition de la crédibilité par une banque centrale et à sa mise à l'épreuve. Les modèles théoriques qui fondent la notion de crédibilité réduisent la configuration institutionnelle à un schéma très simple et l'évaluation collective de cette crédibilité est réduite à l'opinion moyenne des marchés financiers. Aussi, nous procédons à quelques variations sur un thème de Barro et Gordon (1983). Alors que dans ce modèle, les salariés fixent le salaire nominal avant que l'inflation soit effective, ici, les marchés financiers fixent le taux d'intérêt de long terme de telle façon qu'il égalise l'offre et la demande agrégée de biens. Pour être crédible, la banque centrale devra viser une inflation très faible pendant une longue période afin de faire converger les anticipations des marchés vers un niveau bas d'inflation. Si on projette ces raisonnements sur l'expérience européenne, on peut craindre qu'ils ne confortent l'idée d'un penchant restrictif de la BCE. Ce modèle est éclairant à un second titre : il peut engendrer des équilibres multiples, sources de problèmes de coordination entre agents pour définir un équilibre qui fasse l'objet d'un accord commun. Pour échapper à ces problèmes, la cohérence temporelle de l'action de la BCE, c'est-à-dire une articulation harmonieuse des objectifs et règles de long terme avec une action conjoncturelle adaptée aux circonstances, nécessite la coopération

Mars 2002

Hors série

effective des diverses institutions en charge de la politique économique européenne. L'insertion plus franche de la BCE dans un réseau institutionnel qui active les obligations de motivation et de responsabilité auxquelles elle devrait satisfaire contribuerait à clarifier l'horizon qui gouverne ses décisions. De plus, à cause de l'hétérogénéité encore dominante de la zone euro, la BCE peut difficilement se passer d'une représentation de l'économie européenne qui soit plus « structurelle » que « monétariste ». Cette représentation l'inciterait à privilégier l'attention à l'impact global et diversifié des taux d'intérêt et de leur structure plutôt qu'à la maîtrise illusoire d'un agrégat monétaire. La BCE est en charge de la stabilité globale des prix, mais l'exercice de cette responsabilité d'intérêt commun passe par une vision détaillée de l'impulsion et de la propagation des chocs et des tensions au sein de la zone euro. Pour toutes ces raisons, la BCE devra être tout autant anglo-saxonne que germanique, s'inspirer autant de la FED que de la Buba.

L'entrée en scène de la Banque centrale européenne (cf. Creel et Fayolle, 2002) suggère que ni l'affichage ostensible de la fidélité aux « dogmes » de la bonne gestion monétaire, ni la filiation déclarée avec une banque centrale mère¹ — comme la Buba — dont la crédibilité relevait d'une patiente construction historique, ne sont des conditions suffisantes pour que soit garantie la crédibilité d'une banque centrale.

Contrairement aux enseignements d'un certain nombre de modèles théoriques (celui de Barro et Gordon, 1983, et sa longue filiation), les hausses des taux d'intérêt directeurs pratiquées par la BCE au cours de sa brève histoire ont rarement été perçues comme le moyen assuré d'anéantir tout biais inflationniste de la part des autorités responsables des politiques économiques. Ou bien ces hausses furent jugées asphyxiantes par les gouvernements européens et les ont amenés, plus ou moins consciemment, à réduire leurs efforts d'assainissement budgétaire : les marchés financiers ont pu en déduire que la politique monétaire de la BCE n'était, de ce fait, pas crédible puisqu'elle était susceptible d'entraîner des pressions inflationnistes. Ou bien la BCE s'est méprise sur la *doxa* des marchés financiers : loin d'accorder, comme naguère, une importance prioritaire à la lutte contre l'inflation, ils privilégieraient maintenant la rentabilité des entreprises et verraient donc d'un œil meilleur les baisses de taux supposées favoriser cette rentabilité. La prise en compte des anticipations des marchés financiers sur la politique monétaire est devenue de fait incontournable et a relégué au second plan celles des salariés. On montre d'ailleurs plus loin sous quelles conditions le modèle originel de Barro et Gordon (1983), basé sur les liens entre politique monétaire et négociations salariales, peut être appliqué aux relations entre la politique monétaire et la fixation des taux d'intérêt de long terme, supposés refléter les anticipations de

1. Cf. Issing (2000, pp. 329-30).

marché. Ainsi, une politique monétaire restrictive permet-elle, en maintenant une inflation basse, de faire tendre les anticipations des marchés vers un niveau plus bas de taux d'intérêt de long terme, mais ce ne peut être le cas que si les coûts induits par cette politique ne sont pas tels que sa crédibilité puisse être mise en doute. Il y a donc un arbitrage à effectuer entre inflation présente, inflation future et croissance anticipée qui rend très difficile la mise en œuvre de la politique monétaire dans un univers financier largement globalisé.

Avant même d'approfondir la définition « académique » de la crédibilité, deux éléments plus pratiques semblent ressortir des trois premières années d'exercice de l'Union monétaire : d'une part, que la solitude d'une banque centrale ne profite pas obligatoirement à sa crédibilité ; d'autre part, que cette crédibilité nécessite un effort persévérant d'objectivation des décisions, c'est-à-dire de justification des décisions annoncées par un diagnostic économique suffisamment explicité et dûment argumenté ; il ne suffit pas de communiquer, même bien, pour convaincre. Cet effort d'objectivation est rendu d'autant plus essentiel dans la zone euro que la BCE n'est pas confrontée à une sorte de marché financier unique, ainsi que peut apparaître Wall Street de prime abord, mais à une multiplicité de marchés financiers nationaux dont les évolutions peuvent être divergentes.

Du fétichisme à la laïcité²

La solitude, même revendiquée, ne profite pas à la crédibilité

La crédibilité de la banque centrale n'est pas réductible à la bonne réputation, au sens commun du terme, de l'institution et de ses dirigeants, à qui est déléguée la politique monétaire. Elle est aussi fonction de la bonne insertion de cette politique dans l'ensemble de l'action macroéconomique menée par les autorités publiques communautaires et nationales partie prenante à cette action. Elle n'est pas indépendante de la qualité de la coopération des institutions en charge des politiques économiques. La crédibilité n'est pas une simple propriété intrinsèque de la banque centrale : pour qu'elle lui soit accordée, il faut que son action et celle des autres institutions responsables de la politique économique s'harmonisent suffisamment. La viabilité du *modus vivendi* entre la banque centrale et ces institutions, et la confiance des agents à cet égard, participent à leur crédibilité respective. Dans le domaine de la gestion du change par exemple, la reconnaissance du dollar comme principale monnaie internationale de transaction et de

2. Fétichisme : « Adoration aveugle d'une personne, de ses défauts, de ses caprices, et aussi d'un système » (*Le Petit Littré*, Librairie Générale Française, édition 1990).

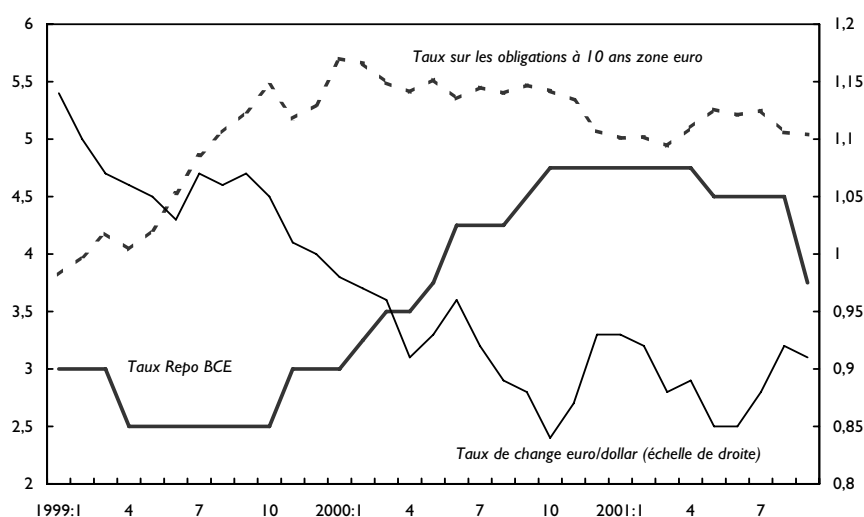
réserve bénéficie d'un tel *modus vivendi* patiemment et contradictoirement construit entre la FED et le Trésor (cf. Davanne et Jacquet, 2000). L'euro n'en est pas encore là. Au-delà de la lettre du traité qui confie au Conseil européen la définition du régime et des orientations fondamentales de change, la courte existence de l'euro a vu se succéder des phases distinctes. À l'affrontement initial entre la BCE et Oskar Lafontaine, qui ambitionnait de limiter la liberté d'action de la BCE par un ancrage de l'euro au sein d'un système monétaire international stabilisé, réformé et coordonné, a succédé, en gros jusqu'à la fin 1999, un apparent *benign neglect* (« négligence bienveillante »), consacrant la subordination de la gestion du change à l'objectif de stabilité des prix et réduisant la responsabilité du conseil — avec son assentiment — au cas de circonstances exceptionnelles. Mais les inquiétudes devant la poursuite de la glissade de l'euro, plus nettement quoique contradictoirement exprimées depuis le début 2000, mettent en évidence le besoin de définition d'une doctrine de change, suffisamment clarifiée pour orienter la recherche de parités de référence à moyen terme, suffisamment pragmatique pour dédramatiser des épisodes transitoires.

Les interventions de la banque centrale, privilégiant l'attention au risque d'inflation importée suscité par la baisse de l'euro, ont révélé une vision trop partielle du mouvement du change pour convaincre les opérateurs de modifier leur attitude et stabiliser ainsi l'euro. En se voulant exclusivement préventive à l'égard des anticipations d'inflation, la BCE a paradoxalement pris le risque de nourrir l'inflation importée. Si l'euro se déprécie par rapport au dollar parce que les médiocres performances de croissance effective de l'Europe, comparativement aux États-Unis, sont annonciatrices, pour les investisseurs, d'une supériorité durable de la croissance potentielle américaine, les pressions inflationnistes viennent alors fondamentalement de l'inflation importée, pour un niveau donné de l'écart entre croissance des salaires et productivité. Augmenter le taux d'intérêt directeur dans la zone euro pour contrer cette dépréciation est forcément contre-productif : cela réduit un peu plus les perspectives de croissance dans cette zone et vient, de ce fait, exacerber la chute de l'euro et les pressions inflationnistes qu'elle engendre. Ne pas recourir à une baisse du taux directeur européen lorsque les perspectives de croissance s'assombrissent aux États-Unis ne fait là aussi qu'alimenter la chute de l'euro car la FED, elle, n'hésite généralement pas à utiliser l'instrument des taux d'intérêt pour rétablir la confiance des investisseurs, des consommateurs et, partant, la croissance économique.

De fait, l'impact des variations du taux directeur de la BCE sur le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar n'apparaît guère efficace (graphique 1). La tendance baissière de l'euro, qui s'est poursuivie pendant toute la période de resserrement monétaire, prend fin provisoirement en novembre 2000, au moment même où le taux directeur

de la BCE atteint un palier haut et où les taux longs entament eux aussi une baisse. À partir de ce mois, l'euro alterne dans des délais relativement brefs des périodes de hausse puis de baisse. En juin 2001, il a retrouvé sa valeur du mois d'octobre 2000 (son point bas vis-à-vis du dollar) ; en août 2001, il retrouve sa valeur du mois de janvier 2001. Cette phase de relative turbulence dans la détermination du cours de l'euro s'inscrit dans le cadre d'une politique monétaire européenne très attentiste. Les adaptations ponctuelles qu'elle consent sont loin de convaincre les opérateurs. L'annonce isolée d'une baisse en mai 2001 est ainsi concomitante d'une forte chute de l'euro : il perd alors 4,5 % de sa valeur par rapport au dollar, pour une baisse de 25 points de base du principal taux de refinancement ! La BCE peine visiblement à rendre ses décisions de politique monétaire crédibles aux yeux des marchés financiers. Des décisions ponctuelles, par à-coups, qui ne prennent pas place dans une orientation claire, restent peu convaincantes pour infléchir durablement le comportement des opérateurs (cf. Creel et Fayolle, 2002).

I. Taux d'intérêt court et long dans la zone euro et taux de change euro/dollar



Source : BCE.

La crédibilité n'est pas qu'affaire subjective

La crédibilité de la banque centrale ne peut reposer sur les seules vertus de la psychologie, du dialogue entretenu par les banquiers centraux et les opérateurs financiers, de la capacité des premiers à percevoir les signaux émis par l'évolution des marchés — comme la présomption de tensions inflationnistes — et à distiller des « petites

phrases » qui rassurent les seconds et infléchissent convenablement leur comportement. C'est pourtant cette acception de la crédibilité qui est le plus souvent mise en avant par les responsables de la BCE, lorsque par exemple M. Duisenberg affirme, le 19 novembre 1999, que « la communication de la BCE vise à être aussi crédible et transparente que possible pour rendre ses décisions de politique monétaire prévisibles par les marchés financiers ». Est-il besoin de dire que cette crédibilité-là est assez loin de la capacité à énoncer la « vérité » ? Otmar Issing le reconnaît assez crûment à sa façon, lorsqu'il reprend à son compte cette définition de la crédibilité : « La crédibilité est littéralement définie comme la capacité à faire admettre ses propres affirmations comme effectives et ses propres motifs comme justes » ³ (Issing, 2000, p.338). Une banque centrale crédible sait mentir et faire passer ce mensonge pour vrai. La crédibilité se réduit à l'accord des annonces de la banque centrale et des anticipations des marchés — ces dernières matérialisées par le niveau et l'orientation des taux d'intérêt à long terme. Mais les limites de ce jeu de miroirs ont été éprouvées à plusieurs reprises depuis l'automne 1999, lorsque les relèvements de son taux d'intervention par la BCE n'ont eu au mieux qu'un effet transitoire et modéré sur les taux longs ou sur le cours de l'euro.

La crédibilité de la BCE apparaît dépendre plus fondamentalement de sa capacité, aujourd'hui visiblement limitée, à faire partager par l'ensemble des agents économiques une vision objectivée du déroulement conjoncturel, qui légitime ses décisions. La rationalité supposée des agents et de leurs anticipations ne dispense pas en effet de s'interroger sur la nature et la pertinence du modèle qui sous-tend ces anticipations : la crédibilité de la banque centrale passe par l'effet de conviction qu'elle exerce, sa capacité à convaincre les agents qu'elle dispose d'une représentation pertinente de l'économie européenne et d'un système d'indicateurs nourrissant en temps réel ce « modèle ». En l'absence de cette capacité à faire partager sa vision de la conjoncture européenne, la rationalité des anticipations se réduit à un jeu de supputations réciproques, entre banquiers centraux et opérateurs financiers, sur leurs croyances respectives : elle n'est alors pas exclusive d'enchaînements mimétiques qui n'ont pas obligatoirement grand-chose à voir avec les fondamentaux. Pour faire sérieusement référence à ceux-ci, encore faut-il savoir ce qu'ils sont... « Objectivation » des décisions de politique monétaire et « contextualisation des anticipations » ⁴ constituent la double condition de ce dépassement des jeux mimétiques.

En basant sa stratégie sur le principe des deux piliers, la BCE a certes voulu éviter que ses décisions puissent être dépendantes d'une

3. « Credibility is literally defined as the ability to have one's statements accepted as factual or one's motives as the true ones » (traduit par les auteurs).

4. Cette dernière expression est empruntée à Dal-Pont, Torre et Tosi (2000).

information partielle. En étudiant conjointement, d'une part, l'évolution et la composition de l'agrégat monétaire M3 et, d'autre part, la gamme des variables représentatives des évolutions économiques de la zone euro (évolution des coûts, notamment ceux relatifs au marché du travail ; évolution des indicateurs de demande et de tensions sur les capacités de production...), la BCE cherche bien à objectiver ses décisions. Selon elle (voir ECB, 2001b, p. 55), « l'approche des deux piliers réduit les risques d'erreurs de politique causée par une confiance excessive en un indicateur, une prévision ou un modèle uniques. En adoptant une approche diversifiée pour l'interprétation de la situation économique, on peut considérer que la stratégie de la BCE facilite l'adoption d'une politique monétaire robuste dans un contexte incertain ». Mais ce faisant, elle prend le risque, en mariant cette stricte dualité entre les déterminants monétaires et réels de l'inflation — au motif qu'à long terme, l'inflation est purement monétaire ! —, que des évolutions contrastées entre ces différents éléments dégradent la lisibilité de sa stratégie.

Ainsi, la BCE ne pouvait guère justifier la baisse de taux qu'elle a initialement pratiquée, en avril 1999, par la modération de l'agrégat M3, même si Issing (2000) indique que la déflation était de l'ordre du risque marginal plutôt que de l'attente centrale et que la rapide croissance de M3 a ensuite très vite redonné le dessus au risque inflationniste. De nouveau, à l'automne 2001, le dérapage de l'agrégat M3 (dont le glissement annuel, proche de la norme de référence de 4,5 % en début d'année, s'élève à 6,7 % en août) ne peut guère appuyer les baisses de taux que semble appeler la situation, mais la BCE n'est pas dupe : les arbitrages en faveur des actifs liquides favorisés par une courbe des taux par échéances assez plate, la reconstitution des encaisses de transaction face aux chocs transitoires sur les prix agricoles et énergétiques, l'incertitude affectant les marchés de titres ont nourri ce dérapage, comme en témoigne clairement l'analyse faite par la BCE dans son bulletin mensuel d'octobre 2001. L'épisode, néanmoins, suggère que, dans les situations critiques, où l'action de la BCE est particulièrement objet de l'attention publique, le premier pilier perd très vite de sa pertinence pour guider l'activité opérationnelle de la banque. Il est vrai qu'il est censé ne concerner que le moyen terme, mais c'est une référence de moyen terme quelque peu évanescence, qui suppose, pour que sa pertinence soit assurée, un calme régime de croisière et qui perd de cette pertinence lorsque le caractère critique des circonstances appelle l'action.

Les définitions de la crédibilité

Au travers des doutes ainsi exprimés sur l'acquisition d'une crédibilité solide par la BCE, c'est la notion même de crédibilité, sa définition, qui sont en jeu. La création de l'Union monétaire européenne, événement rare, confère une dimension expérimentale à la mise à l'épreuve de cette notion et en révèle l'aspect paradoxal. Cette notion est, pourrait-on dire, victime d'une involution théorique. Élaborée et affinée dans le cadre de modèles théoriques spécifiques au cours des dernières décennies, elle s'est imposée comme l'exigence normative de base adressée aux banques centrales. Mais il en est d'elle comme d'autres principes de politique monétaire dans l'histoire : les théories qui les justifient sont à évaluer, non pas simplement en fonction de leur éventuelle vérité intrinsèque, mais en tant que doctrines pratiques qui modèlent l'action des banques centrales. En l'occurrence, les banques centrales, et d'autres acteurs avec elles, font usage d'une notion très conditionnelle de crédibilité, spécifiée au sein de modèles théoriques souvent simplistes de l'inflation. Or, la crédibilité d'une banque centrale ne peut être définie indépendamment de l'ensemble concret des institutions et des agents dont elle est partie prenante et de la nature des règles qui organisent leurs relations, puisque cette crédibilité constitue une évaluation collective de son mode d'action.

Le terme de « crédibilité » a fait couler beaucoup d'encre dans les revues spécialisées en économie. Avant d'en préciser les définitions possibles, il est intéressant d'indiquer les raisons qui lui confèrent cette importance. Dans son étude consacrée à cette notion et à la manière dont elle est perçue par les banquiers centraux eux-mêmes et par les universitaires, Blinder (2000, p. 1430) répertorie quatre raisons consensuelles : « Plus de crédibilité rend la désinflation moins coûteuse, aide à maintenir l'inflation à un niveau faible, rend plus aisée la défense d'une parité quand c'est nécessaire, et augmente le soutien du public en faveur de l'indépendance de la banque centrale ». Parce que la crédibilité assure la diffusion majoritaire de la croyance dans les vertus stabilisatrices de l'action de la banque centrale, quand bien même le fondement de cette croyance est sujet à discussion, elle acquiert un caractère auto-réalisateur qui concourt à sa pérennité.

Pour autant, le flou qui entoure la notion même de crédibilité n'est pas levé par la masse de la littérature qui porte sur cette notion⁵. Il

5. Comme Blinder (2000), nous avons utilisé la base de données du *Journal of Economic Literature*, qui recense l'ensemble des publications économiques à partir de mots clés, pour répertorier le nombre de fois que le mot « crédibilité » a été utilisé depuis 1985 dans les résumés d'articles parus dans des revues (les documents de travail, les chapitres dans des ouvrages sont exclus, afin d'éviter les doublons). Le résultat est : 281 fois (on a associé « crédible » ou « crédibilité » à « monétaire », « engagement » et « fiscal »). À titre de comparaison, le terme « déficit », associé aux épithètes « public », « budgétaire », « primaire », ou « structurel », a été utilisé 442 fois depuis 1985. De toute évidence, l'attrait pour la crédibilité s'est accentué au cours des années 1990 : plus précisément, depuis 1995, la crédibilité devient pratiquement autant citée (208 fois) que le déficit (266 fois).

n'en existe pas, en effet, de définition unifiée. Les définitions académiques, qui co-existent parmi les économistes, font intervenir des terminologies spécifiques, comme l'aversion vis-à-vis de l'inflation, le pré-engagement et les contrats d'incitation qui, finalement, sont sans doute les plus proches de la définition courante. Ces définitions entretiennent des liens variables avec l'acception commune de la crédibilité : « ce qui fait qu'une chose mérite d'être crue » (Robert), ou « le caractère de quelqu'un qui est digne de confiance » (Larousse). Pour qu'une personne ou une institution soit crédible, il faut que sa parole engage ses actes.

Les premières utilisations « économiques » de la notion de crédibilité trouvent leur origine dans les travaux de Kydland et Prescott (1977) et Calvo (1978). Dans ces modèles canoniques, la confrontation entre le « biais inflationniste », qui désigne l'écart entre le niveau d'activité jugé optimal par les autorités et le niveau « naturel » correspondant à l'équilibre des marchés, et le degré d'aversion de ces mêmes autorités pour l'inflation décide de l'inflation d'équilibre rationnellement anticipée par les agents, aux chocs aléatoires près qui suscitent des déviations et des corrections transitoires.

À partir d'un modèle simple ⁶, ces auteurs ont ainsi pu définir une taxonomie des équilibres possibles et des niveaux d'inflation associés. En incorporant un objectif de stabilité de l'inflation dans la fonction-objectif du gouvernement, on peut conclure que plus l'aversion pour l'inflation est forte, plus l'inflation effective est faible, et plus la crédibilité est assurée. La crédibilité est ici conjointe à la forte aversion pour l'inflation.

Barro et Gordon (1983a et 1983b) privilégient plutôt la notion de règle, qu'ils opposent aux décisions discrétionnaires. Les gouvernements sont incités à tricher sur leurs intentions et cherchent à provoquer des « surprises d'inflation ». Cependant, face à des agents privés parfaitement informés, il n'y a pas d'écart entre l'inflation effective et l'inflation anticipée : tricher ne paie pas. Pour passer d'un équilibre de « third best » (la discrétion) à un équilibre de « second best », il faut se lier les mains en adoptant une règle de pré-engagement. Pour parvenir au « first best », rien n'est mieux que d'avoir construit sa réputation : la banque centrale est alors en mesure d'atteindre un taux d'inflation inférieur qui élimine le biais inflationniste qu'incorpore encore l'équilibre de « second best ».

Une dernière définition de la crédibilité fait intervenir les contrats incitatifs (Walsh, 1995). Ceux-ci doivent permettre de rendre crédibles, aux yeux de la société, les annonces de politique monétaire faites par le banquier central. Pour ce faire, il faut s'assurer qu'il est dans l'intérêt

6. Comprenant une courbe de Phillips augmentée des anticipations, une équation de demande, et une fonction-objectif du gouvernement, supposée représenter les préférences de la société.

de celui-ci de ne pas revenir sur sa parole. Un moyen d'y parvenir consiste à spécifier une amende proportionnelle à l'écart entre le taux d'inflation et sa cible. Ce mécanisme contractuel est supposé inciter le banquier central à respecter ses objectifs et à tenir parole. Sa mise en œuvre est cependant quasiment impossible : l'incertitude portant sur la mesure de l'inflation, sur les mécanismes et les délais de transmission de la politique monétaire vers l'inflation, ainsi que sur les chocs pouvant frapper les économies est telle qu'on ne peut prétendre juger le banquier central comme seul responsable des écarts à l'objectif.

Au final, le plus important n'est-il pas de montrer sa détermination à atteindre un objectif ultime — la stabilité des prix — en l'atteignant effectivement ? Blinder (2000) rappelle avec justesse que la Bundesbank, malgré des échecs répétés à respecter ses objectifs de croissance monétaire, a toujours été perçue comme une institution crédible, tout simplement parce qu'elle maîtrisait l'inflation. Si tel devait être le cas, la crédibilité serait synonyme de réputation, et il ne faudrait pas s'étonner qu'une institution aussi jeune que la BCE ne soit pas « crédible ». C'est seulement lorsque le jeu entre les autorités publiques, qui peuvent être accusées de chercher à user de l'inflation pour augmenter l'activité, et les agents privés, qui anticipent rationnellement ce biais public, est répété le long d'un horizon infini, que le penchant inflationniste des autorités est modéré par le souci de sauvegarder leur réputation (Backus et Driffill, 1985 — voir aussi plus loin). La crédibilité devient alors un « capital » qui peut être objet d'accumulation, même si comme d'autres, il est vulnérable à l'usure.

Le mieux ne serait-il pas alors de « faire ce que l'on dit et de dire ce que l'on fait » ? Avec la seconde partie de cette expression, la discussion glisse ainsi vers la notion paradoxalement complexe de « transparence », qui est au cœur d'un certain nombre de discussions récentes sur la capacité des membres de la BCE à communiquer.

Un dilemme entre crédibilité et transparence ?

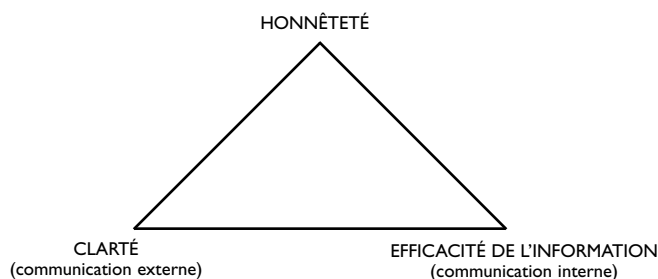
En quoi consiste la transparence, et est-elle liée à la crédibilité ? Dans un article reliant ces deux concepts, Faust et Svensson (2000, p. 5) définissent la transparence de la manière suivante : « elle est liée à la facilité avec laquelle le public peut déduire les objectifs et les intentions des banques centrales d'éléments observables ». Le public est chargé d'extraire de l'information, et plus facile elle est à rassembler, plus la transparence est forte. Pour Geraats (2001, p. 7), cependant, la « transparence économique correspond à la publication de prévisions d'inflation et de croissance du PIB par la banque centrale ». Cette officialisation des prévisions nourrissant les décisions de politique monétaire révélerait là aussi au public des informations utiles sur le modèle sous-jacent de la banque centrale, donc sur ses modalités de réaction aux

chocs exogènes. On notera ici avec quelle force, cependant, Eugenio Domingo Solans (2000, p. 4), membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, rejette l'idée consistant à laisser croire au public que les décisions de la BCE peuvent être prises en fonction des seules prévisions de cette organisation. « Ne pas être conscient de l'utilisation limitée des prévisions réalisées par le *staff* de la BCE dans la procédure de décision de la politique monétaire réduirait de manière paradoxale, au lieu de l'améliorer, le degré de transparence de sa politique, ce qui devrait pourtant être son principal objectif ». La BCE donne ici l'impression de ne pas vouloir laisser percevoir ses erreurs d'appréciation par le public, ce qui serait le cas si elle basait ses décisions sur ses propres projections et si celles-ci étaient infirmées *ex post*. Il y a donc là un motif tendant à favoriser une part de secret dans la pratique de la politique monétaire, au nom, implicitement, du pragmatisme...

Pourtant les travaux récents mettent en doute la pertinence du secret dans la pratique des banquiers centraux et mettent même en avant l'impact de la communication externe (« *open mouth operations* ») sur les taux d'intérêt en l'absence d'opérations d'*open-market* (voir Guthrie et Wright, 2000, sur le cas néo-zélandais⁷, ou Thornton, 2000, pour la FED au cours des années soixante). Pour être pleinement efficace, la transparence selon Winkler (2000) doit pouvoir assurer les trois fonctions suivantes : la clarté dans la communication vis-à-vis du public ; l'honnêteté, c'est-à-dire la conformité de la structure de l'information délivrée en externe avec celle délivrée en interne, et ceci afin que le public n'ait pas à craindre, ou le moins possible, une manœuvre stratégique de la part de la banque centrale ; et, enfin, l'efficacité de l'information délivrée en interne. La crédibilité n'est pas déterminée de manière univoque par ce nouveau « triangle des compatibilités » (voir la figure 1). Dans un contexte idéal — la banque centrale est claire, franche et efficace — la transparence peut éviter toute confusion sur les informations disponibles, les objectifs et la stratégie poursuivie, entre la banque centrale et le public ; mais elle peut aussi révéler *ex post* les déficiences et les inefficacités de la structure de prise de décision au sein de la banque centrale si celle-ci n'est pas « idéale ». Dans le premier cas, elle accroît la crédibilité ; dans le second, elle la réduit et l'opacité peut être protectrice.

7. En considérant que la politique monétaire consiste en l'achat et la vente de titres par la banque centrale, ces auteurs perdent néanmoins de vue le fait que la politique monétaire peut être décrite par la fixation d'un taux d'intérêt. Si celui-ci répond à une variation dans les anticipations d'inflation, elle-même susceptible d'induire des fluctuations dans les demandes et les offres de titres, la réaction stabilisatrice de la politique monétaire peut suffire à maintenir l'équilibre initial sans variation de ces offres et demandes de titres car l'anticipation d'inflation ne s'est pas matérialisée. Il n'y a donc pas d'opérations d'*open-market*, mais les taux d'intérêt ont bel et bien varié. L'annonce préalable de cette décision (*open mouth operation*) ne fait que refléter la décision qui va être prise, décision perceptible dans les données de taux d'intérêt. On ne peut donc pas renvoyer dos à dos politique monétaire traditionnelle (*open market*, ou variation d'un taux directeur) et les annonces qui sont faites (*open mouth operations*).

Figure 1 : Le triangle de transparence de la politique monétaire



Source : Winkler, 2000.

Face à ce possible dilemme entre crédibilité et transparence, la BCE semble avoir opté pour une transparence *a minima*. Si ses objectifs sont parfaitement connus, sa stratégie n'est pas exactement ce que l'on peut définir par l'adjectif « claire » : la cohabitation des deux piliers n'est pas un modèle à cet égard. Quant à la communication externe, elle peut confiner à l'exercice de style, comme en mai 2001, lorsque son gouverneur a justifié la baisse du taux d'intérêt non pas par les perspectives assombries de croissance économique, fait marquant largement commenté par les instituts de conjoncture et les médias, mais par la surestimation passée de l'agrégat monétaire élargi dit M3. Comme si la cible monétaire gardait encore la moindre pertinence dans des économies intégrées et globalisées (sur ce point, voir Creel et Sterdyniak, 1999). De même avant cette décision de baisse, l'obstination de la BCE à ne pas faire varier ses taux et à justifier son inertie par l'invocation des risques inflationnistes, alors même que l'économiste en chef de la BCE, Otmar Issing, prévoyait le pic d'inflation pour le deuxième trimestre 2001, n'était guère cohérente avec l'expérience acquise des délais de transmission de la politique monétaire. À moins qu'elle ne révèle le peu d'égard accordé aux « prévisions-maison ». Si tel était le cas, le hiatus entre honnêteté et efficacité interne de l'information serait flagrant.

Les modèles théoriques qui fondent la notion de crédibilité réduisent souvent la configuration institutionnelle à un schéma très simple et l'évaluation collective de cette crédibilité est, dans la foulée, réduite à l'opinion moyenne exprimée par les marchés financiers. La banque centrale va éprouver la difficulté à asseoir effectivement sa crédibilité lorsque les conditions tacites qui donnent une certaine validité empirique à ces modèles ne sont pas réunies et que la gamme des conditions institutionnelles de cette crédibilité est alors révélée dans toute sa complexité — par exemple lorsque le passage à l'euro et les restructurations financières associées perturbent la demande de

monnaie et que les failles de l'architecture institutionnelle de l'Union monétaire exposent particulièrement la banque centrale aux critiques sur les conséquences de ces carences.

Aglietta (2000) propose une définition élargie de la crédibilité qui prend en compte ces difficultés : « La crédibilité est l'aptitude de la banque centrale à faire reconnaître sa détermination de préserver le régime monétaire sur lequel elle a engagé sa stratégie, en dépit des déviations qu'elle consent pour absorber les chocs dans les meilleures conditions possibles ». C'est la revendication d'une complémentarité entre la règle et les décisions discrétionnaires⁸. Évidemment, la notion de crédibilité perd de sa simplicité puisque la banque centrale crédible est celle qui sait opérer un dosage adéquat de fidélité au régime monétaire et de décision discrétionnaire, de telle sorte que ses décisions, face à des chocs imprévus, soient la condition même de consolidation de ce régime. Le « vrai » modèle de l'économie admet une pluralité de canaux de transmission des décisions monétaires et une variabilité des délais d'action associés, il est en conséquence trop complexe pour être réduit à un schéma simple complètement maîtrisé par la seule banque centrale. Aussi, la crédibilité de celle-ci passe par un effort **d'objectivation** du fonctionnement de l'économie et de la situation conjoncturelle, à laquelle participe la confrontation des analyses et des jugements. L'expertise de la banque centrale est soumise à examen et les institutions devant lesquelles elle rend compte (*accountability*) doivent disposer des moyens intellectuels de cet examen. Bien sûr, comme cet effort d'objectivation a pour pendant la contestabilité des décisions de la banque centrale, il est tentant pour celle-ci, afin de se protéger, de s'en remettre à la croyance supposée partagée dans la vertu informative d'un petit nombre d'agrégats monétaires, visibles sinon pertinents. La transparence de la communication serait alors un exercice un peu facile puisque la banque centrale pourrait arguer du bien-fondé de ses décisions à partir d'un petit et sélectif échantillon d'indicateurs, sans qu'elle se prête à un débat approfondi sur la réalité de la situation économique. La BCE n'a pas choisi cette facilité en adoptant la stratégie des deux piliers. Cependant, et parce que ces deux piliers peuvent délivrer des informations contradictoires sur la situation conjoncturelle et structurelle de la zone euro, la capacité de la BCE à rendre compte objectivement de ses décisions est loin d'être acquise.

Une conception de la crédibilité des autorités monétaires, qui renonce au fétichisme, met en situation les conditions de cette crédibilité au sein de l'ensemble des acteurs et des institutions qui

8. Cette complémentarité pourrait être comprise aussi comme la recherche du degré optimal d'inertie de la règle gouvernant les décisions monétaires. Woodford (1999) montre que la règle optimale de détermination du taux d'intervention par la banque centrale peut se caractériser par une certaine inertie — comprise, c'est essentiel, comme un gradualisme des ajustements de ce taux, et non pas comme un manque de réactivité — qui contribue à la crédibilité de l'engagement sur la règle pris par la banque centrale.

concourent à la régulation du régime de croissance. Le régime monétaire, dont la banque centrale a pour vocation de garantir la reproduction stable, est seulement une des parties prenantes de cette régulation⁹. On pourrait qualifier cette conception de la crédibilité de « laïque » : l'indépendance de la banque centrale a pour contrepartie normale le renoncement, de sa part, à une exigence d'adhésion inconditionnelle du corps social à son action. Il faut cependant explorer plus avant les arguments qui justifient cette indépendance de la banque centrale.

De l'indépendance à la réputation

L'existence du biais inflationniste peut être mobilisée pour justifier une banque centrale indépendante qui aura les coudées plus franches dans la lutte contre l'inflation, à la fois parce que l'aversion de ses dirigeants à l'inflation est plus marquée et que le mandat précis qui leur est confié les incite à se montrer particulièrement vigilants.

Des enjeux stratégiques de la politique monétaire vis-à-vis des marchés financiers

Nous procédons ici à quelques variations sur un thème de Barro et Gordon (1983). On suppose une économie décrite par les équations (1) et (2). La première relation est une courbe d'offre à la Lucas, où l'écart entre l'offre courante et la production d'équilibre est fonction de l'écart entre l'inflation effective et l'inflation anticipée, et de chocs aléatoires représentés par un bruit blanc (ε , $E(\varepsilon) = 0$, $E(\varepsilon^2) = \sigma_\varepsilon^2$). La production d'équilibre y^n est le niveau de production correspondant au taux de chômage naturel. La deuxième relation fait négativement dépendre la demande agrégée du taux d'intérêt réel de long terme. Le modèle est écrit sous forme log-linéarisée.

$$y_s = y^n + a(\pi_t - \pi_t^a) + \varepsilon_t ; \quad (1)$$

$$y_d = -\delta(R_t - \pi_t^a). \quad (2)$$

9. Leijonhufvud (1987) définit ainsi le régime monétaire : « d'une part, c'est une structure d'anticipation des agents et c'est d'autre part une fonction de comportement cohérente des pouvoirs publics ». La « convertibilité », régime où « le gouvernement arrête le prix nominal de l'or, par exemple, et laisse les banques et les clients déterminer les stocks de monnaie et d'actifs financiers d'équilibre » et « le contrôle, par les autorités publiques, du stock de monnaie » sont les deux cas polaires du régime monétaire. Un régime est constitué lorsque les anticipations des agents et les décisions des autorités s'accordent. Mais parce que l'information dont disposent *a priori* les agents, comme les autorités, est incomplète et imparfaite, la formation et la stabilisation du régime sont le résultat d'un tâtonnement progressif, qui fonde la confiance des agents dans l'action des institutions monétaires sur l'expérience des performances économiques induites par cette action. Cf. Dal-Pont, Torre et Tosi (2000).

La banque centrale (pour l'instant assimilée à l'unique autorité politique exerçant les fonctions monétaire et gouvernementale) est supposée minimiser une fonction de perte de forme quadratique dépendant de l'inflation et de l'écart du PIB à un niveau jugé socialement optimal \bar{y} . Ce niveau est, par hypothèse, supérieur à la production naturelle y^n et témoigne du biais inflationniste des autorités¹⁰:

$$L_t = \frac{1}{2} \left\{ \alpha \pi_t^2 + \beta (y_t - \bar{y})^2 \right\}. \quad (3)$$

Les paramètres α et β sont les poids relatifs respectifs accordés par la banque centrale à ses deux objectifs.

Alors que dans le modèle de Barro et Gordon (1983), les salariés sont supposés fixer le taux de salaire nominal avant que l'inflation soit effective, ici, nous supposons que les marchés financiers fixent le taux d'intérêt de long terme de telle façon qu'il égalise l'offre et la demande agrégées de biens, soit :

$$R_t = \frac{1}{\delta} \left\{ (\delta + a) \pi_t^a - y^n - \varepsilon_t - a \pi_t \right\}. \quad (4)$$

On s'écarte ainsi du modèle originel, tout en espérant gagner en réalisme. Il est vraisemblable, en effet, que les phénomènes d'ordre financier sont devenus plus importants dans les prises de décision des banquiers centraux que le seul résultat des négociations salariales à la base des mécanismes d'anticipations dans le modèle de Barro et Gordon (1983). Si les négociations salariales ne doivent pas être négligées (celles en Allemagne au début de l'année 2001 faisaient partie des sujets de préoccupations des membres de la BCE), l'importance qui leur est accordée dans la modélisation initiale de Barro et Gordon (ainsi que dans la littérature qui a suivi) est à modérer. La chute de la part des salaires dans la valeur ajoutée des entreprises depuis les années 1970 et l'importance accordée aux anticipations des opérateurs de marchés sur les décisions de politique monétaire semblent militer en ce sens.

La nouvelle doctrine des marchés, qui semble les amener à se soucier en priorité de la croissance, donc des conditions la favorisant, semble pouvoir correspondre à la description de leur comportement au travers de l'équation (4). En vertu de celle-ci, le taux d'intérêt de long terme est, toutes choses égales par ailleurs, d'autant plus élevé que les anticipations d'inflation sont élevées, mais d'autant plus faible que l'inflation présente est élevée¹¹ : il y a là une incitation pour la banque centrale à provoquer de l'inflation-surprise. L'inflation courante, tant qu'elle n'est pas anticipée, élève l'offre et détend son rapport à la demande : le taux d'intérêt n'a pas besoin d'augmenter.

10. Pour une justification de l'existence de ce biais, voir Obstfeld et Rogoff (1996, p. 636).

11. On fait ici l'hypothèse que les anticipations d'inflation sont déconnectées de l'inflation présente, ce qui n'est évidemment pas le cas, comme on le montre par la suite.

Adoptons maintenant le point de vue des opérateurs de marché : pris globalement, ils peuvent aussi avoir intérêt à ce que la production (et l'emploi qu'elle nécessite) soit égale au niveau jugé socialement optimal, mais, pris individuellement, aucun n'a intérêt à détenir des titres dont le rendement réel a été réduit par l'inflation. Les objectifs des autorités monétaires et des marchés peuvent donc différer. Finalement, toujours selon l'équation (4), le taux d'intérêt peut diminuer si le PIB potentiel s'accroît : le biais inflationniste se réduit et la menace inflationniste sur les rendements s'atténue.

On notera que dans la majeure partie de la littérature consacrée au débat entre règle monétaire et discrétion, la banque centrale est supposée être en mesure de fixer le taux d'inflation, afin qu'il minimise sa fonction de perte. Nous ne ferons pas exception à la règle.

Comme dans Barro et Gordon (1983), nous distinguons trois modes de résolution possibles du jeu stratégique entre marchés financiers et banque centrale : l'équilibre discrétionnaire ; l'engagement par adoption d'une règle ; la triche remettant en cause la réputation de la banque centrale.

L'équilibre discrétionnaire

La banque centrale choisit le taux d'inflation de la période en considérant les anticipations inflationnistes des marchés financiers comme données. Le résultat est un équilibre non coopératif de Nash. Le jeu se déroule de la façon suivante : à la période $t-1$, les marchés fixent le taux d'intérêt de long terme pour la période t en formulant des anticipations sur l'inflation de la période t . Le choc ε est observé et ce n'est qu'ensuite que la banque centrale fixe le taux d'inflation de la période. Son programme s'écrit donc, après avoir inclus l'équation (1) dans la fonction de perte décrite en (3) :

$$\min_{\pi_t} L_t = \frac{1}{2} \left\{ \alpha \pi_t^2 + \beta (y^n - \bar{y} + a(\pi_t - \pi_t^a) + \varepsilon_t)^2 \right\}. \quad (5)$$

La condition du premier ordre implique :

$$\pi_t = \frac{a\beta(\bar{y} - y^n - \varepsilon_t + a\pi_t^a)}{\alpha + a^2\beta}. \quad (6)$$

L'inflation présente est d'autant plus forte que α est faible (l'aversion pour l'inflation est faible), et que le biais inflationniste $(\bar{y} - y^n)$ est fort. Même si les marchés anticipent une inflation nulle, l'écart positif entre la production jugée socialement optimale et la production naturelle implique que l'inflation présente est positive.

L'élément évidemment essentiel du problème est que les marchés financiers savent que la banque centrale est tentée d'augmenter l'inflation une fois que le taux d'intérêt a été fixé. Par conséquent, les

marchés incorporent dans le taux d'intérêt une anticipation d'inflation positive qui empêche la production de dépasser son niveau naturel.

Sous l'hypothèse d'anticipations rationnelles de la part des marchés financiers, l'inflation anticipée s'écrit donc :

$$\pi_t^a = E_{t-1}(\pi_t) = \frac{a\beta}{\alpha}(\bar{y} - y^n), \quad (7)$$

et, après avoir inclus l'équation (7) dans l'équation (6), on obtient le niveau d'inflation à l'équilibre discrétionnaire, soit :

$$\pi_t^D = \frac{a\beta}{\alpha}(\bar{y} - y^n) - \frac{a\beta}{\alpha + a^2\beta} \varepsilon_t. \quad (8)$$

Le premier terme de droite dans l'équation (8) représente l'impact du biais inflationniste (cf. Kydland et Prescott, 1977) et le second celui des chocs d'offre aléatoires, qui réduisent l'inflation s'ils sont favorables. On vérifie que pour un niveau d'inflation parfaitement anticipé, $E_t(y_t) = y^n$. L'espérance du taux d'intérêt de long terme devient :

$$E_{t-1}(R_t) = \frac{-y^n}{\delta} + \frac{a\beta}{\alpha}(\bar{y} - y^n). \quad (9)$$

Cette expression nous servira dans des comparaisons avec les autres équilibres envisagés.

Le souhait par la banque centrale (toujours assimilée à l'unique autorité politique) d'atteindre un niveau de production supérieur à son niveau naturel, associée à la capacité des marchés financiers à anticiper parfaitement son comportement, peut donc impliquer des niveaux d'inflation et de taux d'intérêt de long terme trop élevés, sans que l'activité s'en trouve finalement accrue au-delà de son niveau naturel.

L'engagement crédible

Par opposition à la discrétion, la banque centrale peut s'engager à poursuivre une règle en tenant compte des anticipations des marchés. Son programme devient :

$$\begin{cases} \min_{\pi_t} L_t = \frac{1}{2} \left\{ \alpha \pi_t^2 + \beta (y_t - \bar{y})^2 \right\} \\ \text{s.c. } \pi_t^a = E_{t-1}(\pi_t) \end{cases} \quad (10)$$

Cette fois, si la règle est crédible, les marchés financiers peuvent anticiper une inflation nulle en moyenne sur la période. En effet, la condition du premier ordre implique :

$$\pi_t^R = \frac{-a\beta}{\alpha + a^2\beta} \varepsilon_t. \quad (11)$$

L'inflation est donc bel et bien nulle en moyenne, et le taux d'intérêt de long terme est au plus bas puisqu'il n'incorpore plus, lui non plus, le biais inflationniste :

$$E_{t-1}(R_t) = \frac{-y^n}{\delta}. \quad (12)$$

L'économie atteint donc là un équilibre optimal qui minimise la fonction de perte « sociale » de la banque centrale. Cependant, cet équilibre est incohérent temporellement car la banque centrale est incitée à tricher sur ses intentions : elle a intérêt à faire croire à une inflation faible et à fixer l'inflation à un niveau plus élevé ; à court terme, le taux d'intérêt réel sera réduit et la croissance économique plus forte. Indirectement, ceci pourrait dynamiser le taux de change si les perspectives de croissance économique rendaient plus attractive la monnaie nationale.

La triche

Si les marchés jugent crédible la règle d'engagement adoptée par la banque centrale, ils continuent, période après période, d'anticiper une inflation nulle en moyenne, soit $\pi_t^a = 0$. Ils considèrent alors que la banque centrale dispose d'une « bonne réputation ».

La banque centrale, cependant, peut être tentée de renier son engagement et de ré-optimiser sa fonction de perte :

$$L_t = \frac{1}{2} \left\{ \alpha \pi_t^2 + \beta (y^n - \bar{y} + a\pi_t + \varepsilon_t)^2 \right\}. \quad (13)$$

La condition du premier ordre donne le taux d'inflation pratiqué par la banque centrale après qu'elle a renié son engagement, soit :

$$\pi_t^T = \frac{a\beta}{\alpha + a^2\beta} \left\{ \bar{y} - y^n - \varepsilon_t \right\}, \quad (14)$$

et le taux d'intérêt de long terme devient :

$$E_{t-1}(R_t) = \frac{-y^n}{\delta} - \frac{a^2\beta}{\delta(\alpha + a^2\beta)} (\bar{y} - y^n). \quad (15)$$

Le taux d'inflation lorsque la banque centrale renie son engagement est compris strictement entre le taux optimal et le taux d'inflation obtenu à l'équilibre discrétionnaire. Le taux d'intérêt de long terme, pour sa part, est très réduit par rapport aux valeurs qu'il prenait à l'équilibre discrétionnaire ou l'équilibre optimal.

La triche de la part de la banque centrale est d'autant plus probable que celle-ci bénéficie d'un gain net à tricher. L'espérance de ce gain dépend de l'espérance de la différence entre la perte subie par la banque centrale après s'être engagée à suivre une règle et la perte subie après y avoir renoncé. Pour simplifier les expressions, on suppose que la production naturelle est normalisée à zéro.

La production, après avoir pratiqué la règle, est :

$$y_t = \frac{\alpha}{\alpha + a^2\beta} \varepsilon_t. \quad (16)$$

et l'espérance de la perte en cas d'engagement crédible est telle que :

$$E_{t-1}(L_t^R) = \frac{\alpha\beta}{2(\alpha + a^2\beta)}\sigma_\varepsilon^2 + \frac{\beta}{2}\bar{y}^2 \quad (17)$$

La production, après avoir triché alors que la règle restait crédible aux yeux des marchés, s'écrit :

$$y_t = \frac{a^2\beta}{\alpha + a^2\beta}\bar{y} + \frac{\alpha}{\alpha + a^2\beta}\varepsilon_t ; \quad (18)$$

et l'espérance de la perte est égale à :

$$E_{t-1}(L_t^T) = \frac{\alpha\beta}{2(\alpha + a^2\beta)}(\sigma_\varepsilon^2 + \bar{y}^2) . \quad (19)$$

Au final, les gains issus du reniement à la règle sont toujours positifs et constituent donc une incitation à tricher :

$$E_{t-1}\{L_t^R - L_t^T\} = \frac{1}{2} \frac{a^2\beta^2}{\alpha + a^2\beta} . \quad (20)$$

Face à ce risque de non-respect de la règle d'engagement, les marchés financiers vont eux-mêmes revenir sur l'opinion qu'ils s'étaient faite sur la banque centrale ; sa réputation va être laminée et les marchés financiers vont anticiper une inflation plus élevée que celle obtenue à l'équilibre optimal. Le taux d'intérêt en sera augmenté d'autant et la banque centrale ne sera plus capable de relancer la croissance, pour soutenir la monnaie sur le marché des changes. La perte de crédibilité implique un coût en terme de croissance économique après l'élévation des taux longs.

Pour être crédible et reconstruire sa réputation, la banque centrale devra avoir une inflation très faible pendant une longue période (théorie du signal appliquée à la politique monétaire, voir Vickers, 1986, et Whittaker, 2000), ceci afin de faire tendre les anticipations vers un niveau bas d'inflation. L'obstination de la BCE à vouloir juguler prioritairement les pressions inflationnistes dans la zone euro peut être décryptée à l'aune de cette analyse théorique : en phase de construction de sa réputation, elle doit éloigner d'elle toute tentation de mener une politique de biais en faveur de l'inflation et doit souscrire à une règle très restrictive pour ne pas être tentée par un revirement dans sa politique, qui gâcherait tous ses efforts de respectabilité.

L'équilibre réputationnel en horizon infini ¹²

En employant un jeu répété, en horizon infini, il est généralement possible de faire disparaître toute tentation de la part du banquier central de renier ses engagements. Dans le cas contraire, la perte de réputation que cela engendrerait serait assez dissuasive pour l'inciter à maintenir l'inflation à un niveau très faible.

12. Cette section est largement inspirée des travaux d'Obstfeld et Rogoff (1996, pp. 639-41).

Ainsi, supposons qu'au lieu de minimiser une fonction statique du type (3), la banque centrale cherche à minimiser la valeur actualisée de sa fonction de perte :

$$E_t \left\{ \sum_{i=t}^{\infty} \chi^{i-t} L_i \right\}, \text{ avec } L_i = \alpha \pi_i^2 + \beta [a(\pi_i - \pi_i^a) - \bar{y}]^2 \quad (21)$$

et après avoir de nouveau normalisé la production naturelle y^n à zéro et en supposant que les chocs ε_i sont nuls dans l'avenir. χ est le facteur d'actualisation.

À l'équilibre discrétionnaire, le taux d'inflation s'établit au niveau obtenu dans l'équation (8) après simplification, soit : $\pi_t = (a\beta/\alpha) \bar{y}$.

Considérons que les anticipations des marchés ont la forme suivante :

$$\pi_t^a = \begin{cases} 0 & \text{si } \pi_{t-i} = \pi_{t-i}^a, \forall i > 0 \\ (a\beta/\alpha) \bar{y} & \text{sinon} \end{cases} \quad (22)$$

Ainsi, tant que la banque centrale n'a pas dévié de sa politique d'inflation basse (équilibre avec engagement), les marchés continuent de lui accorder leur confiance, mais si elle s'en écarte une seule fois, ils anticiperont toujours l'inflation obtenue à l'équilibre discrétionnaire (la banque centrale perd à tout jamais sa réputation et est sanctionnée par la « peine à perpétuité »).

On peut maintenant vérifier si de telles anticipations sont cohérentes avec une inflation d'équilibre nulle. On va donc comparer les bénéfices et les coûts pour la banque centrale de renoncer à son engagement à une date t . Supposons que l'inflation anticipée pour cette date soit nulle. Le coût actualisé engendré pour la banque centrale par le fait de ne pas conserver l'inflation à zéro à partir de t et d'être en conséquence punie « à vie » à partir de $t+1$ s'écrit :

$$A = \frac{\chi}{1-\chi} \frac{a^2 \beta^2}{\alpha} \bar{y}^2. \quad (23)$$

C'est le coût représenté par l'écart, à partir de $t+1$, entre l'inflation d'équilibre discrétionnaire et l'inflation nulle. Mais, si le banquier central triche en t , c'est qu'il en espère un gain, au moins pour cette date ! Il minimise sa fonction de perte en considérant que $\pi_t^a = 0$. Il en résulte pour cette date t :

$$\pi_t = \frac{a\beta}{\alpha + a^2\beta} \bar{y}. \quad (24)$$

Sa perte totale à la date t devient, après avoir remplacé l'inflation par sa valeur :

$$B = \frac{\alpha\beta}{\alpha + a^2\beta} \bar{y}^2. \quad (25)$$

Le gain procuré en t à la banque centrale si elle triche est la différence entre la perte plus importante subie si elle fixe l'inflation à son niveau anticipé ($\pi_t = \pi_t^a = 0$), soit $\beta \bar{y}^2$, et la perte subie en (25), soit :

$$C = \frac{a^2 \beta^2}{\alpha + a^2 \beta} \bar{y}^2. \quad (26)$$

Le coût du reniement à la règle est supérieur au bénéfice de court terme si et seulement si :

$$\chi > \frac{\alpha}{2\alpha + a^2 \beta}, \quad (27)$$

c'est-à-dire si et seulement si les autorités font preuve d'un facteur d'actualisation suffisamment élevé (proche de l'unité), et donc d'une préférence pour le présent suffisamment faible. Si cette condition est respectée, le souci de maintenir sa réputation incite le banquier central à ne jamais renier son engagement. La crédibilité d'une politique monétaire est donc résolue par les avantages tirés d'une bonne réputation.

Le problème rencontré avec ce type de modèle réputationnel, c'est qu'il est susceptible d'engendrer des équilibres multiples et donc des problèmes de coordination entre agents pour définir un équilibre qui fasse l'objet d'un accord commun. En effet, même dans le cas où l'anticipation d'une inflation nulle par les marchés est légitime (la condition (27) est respectée), on peut montrer que chaque taux d'inflation positif mais inférieur à l'inflation discrétionnaire est un équilibre potentiel. Cette inflation non nulle est certes anticipée et n'a pas d'effet direct permanent sur l'offre. Mais si les agents et l'autorité monétaire ont des difficultés à coordonner leur action autour d'un taux d'inflation d'équilibre qui fasse consensus, on peut supputer des conflits qui ne seront pas sans conséquence pour l'activité. La banque centrale peut ainsi souhaiter « sauter » à un niveau inférieur d'inflation d'équilibre, si elle est particulièrement soucieuse de sa réputation. Il est dès lors extrêmement important de bien équilibrer la recherche (longue et difficile) de la « bonne réputation » et les coûts en terme de croissance qu'elle peut induire, si elle aboutit à une surenchère désinflationniste par rapport à une inflation d'équilibre modérée admise comme normale par les agents. Les marchés ne sont pas dupes : si ces coûts s'accroissent par trop, la crédibilité de la politique menée sera remise en question. La légitimation d'une politique n'est pas indifférente au contexte macro-économique dans lequel elle s'insère.

L'horizon d'action de la BCE et la croissance européenne

Implications dynamiques du *policy mix*

Si on projette ces raisonnements théoriques sur l'expérience européenne en cours, on peut craindre qu'ils ne confortent que trop l'idée d'un penchant restrictif de la BCE, compte tenu des conditions spécifiques à l'Union monétaire :

— Si on en juge par l'écart entre la croissance européenne tendancielle incorporée dans la cible intermédiaire de la BCE (2 à 2,5 % par an) et la croissance considérée à la fois comme souhaitable et envisageable par les gouvernements (plutôt 3 % par an, selon le sommet de Lisbonne, 2000), le biais inflationniste est consistant — sauf si les gouvernements font la démonstration que la croissance accessible est plus forte que la vision conservatrice de la BCE et l'amène ainsi à réviser ses objectifs intermédiaires¹³. Le désaccord latent entre la BCE et les gouvernements recouvre la référence implicite à des notions différentes — la prise en compte par les gouvernements du rattrapage du niveau potentiel d'activité et pas seulement du rythme tendanciel de croissance de ce dernier, l'extrapolation par la BCE du rythme de croissance tendanciel de long terme de la zone euro — alors qu'il serait logique que les autorités monétaire et budgétaires se réfèrent en commun au sentier de croissance accessible à moyen terme. C'est au demeurant là l'horizon censé être retenu par la BCE pour fixer sa cible intermédiaire. Le désaccord recouvre aussi des évaluations numériques différentes de cette croissance accessible.

— L'Union monétaire désormais en place se veut irréversible et son horizon infini. Ce faisant, le souci de réputation de la BCE devient prédominant et, tant que cette réputation n'est pas considérée comme suffisamment solide, son penchant conservateur peut s'en trouver d'autant plus accentué.

13. La BCE, à propos de la révision annuelle de la valeur de référence de la croissance européenne tendancielle : «... Le Conseil des gouverneurs a conclu qu'il n'y avait pas de raison de changer l'hypothèse utilisée dans la détermination de la première valeur de référence [pour la croissance de la masse monétaire], selon laquelle le taux de croissance tendanciel du PIB réel se situe dans un intervalle de 2 % à 2,5 % l'an. En même temps, le Conseil des Gouverneurs a souligné que le taux de croissance potentiel de la zone euro serait considérablement accru par des réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail. La stratégie de politique monétaire de l'eurosystème prendrait en compte de telles réformes de manière appropriée. » (BCE, Bulletin mensuel, décembre 1999). Cette évaluation de la croissance potentielle de la BCE n'a pas été révisée depuis lors. Les gouvernements : « Le Conseil européen doit fixer un objectif pour le plein emploi en Europe dans une nouvelle société naissante, mieux adaptée aux choix personnels des femmes et des hommes. Pour autant que les mesures évoquées ci-après soient mises en œuvre dans un contexte macroéconomique sain, un taux de croissance économique moyen de 3 % environ devrait être une perspective réaliste pour les années à venir » (Conseil européen de Lisbonne, 23 et 24 mars 2000, Conclusions de la Présidence).

Ce penchant peut susciter un manque à gagner permanent de croissance ou une interruption prématurée des phases d'expansion. Corsetti (2000) rapproche la dépréciation de l'euro contre le dollar, en 1999 et 2000, de l'évolution du différentiel anticipé de croissance entre les États-Unis et l'Europe. Si la BCE, en freinant trop précocement l'expansion européenne, favorise ainsi la dépréciation de l'euro et donc l'inflation importée, elle va finalement à l'encontre de son objectif affiché en pérennisant l'infériorité de la croissance européenne — ce qui n'empêche pas qu'à terme le gonflement conséquent du déficit externe américain fasse peser l'épée de Damoclès d'un retournement brutal du dollar. Artus (2000a et b) suggère aussi qu'une règle à la fois pertinente et maniable de fixation du taux d'intérêt devrait prendre en compte le rythme de l'accumulation du capital : un pays qui investit se prémunit contre l'inflation future en même temps qu'il augmente sa capacité productive. Si la politique monétaire est trop rapidement restrictive en début d'expansion, elle risque d'inhiber l'effort d'investissement et s'éloigne de l'optimalité sur le double plan de l'inflation et de la croissance futures. D'un point de vue empirique, Bentoglio, Fayolle et Lemoine (2001) montrent que le cycle européen est historiquement plus sensible aux inflexions du comportement de stockage que son homologue américain. Si la banque centrale est trop réactive à un sursaut transitoire de croissance relevant du stockage, elle peut handicaper la reprise plus durable de l'investissement et ainsi la consolidation de l'expansion. Mankiw (2001) montre d'ailleurs que, si succès de la politique monétaire américaine il y a eu dans les années 1990, c'est la faible volatilité, c'est-à-dire la remarquable régularité des performances de croissance, d'emploi et d'inflation, tout autant que le bas niveau de cette dernière, qui en est la manifestation la plus tangible — en contrepartie de l'acceptation d'une volatilité plus prononcée des agrégats monétaires. Cette réussite américaine est passée, pour Mankiw, par une adaptation pragmatique et rapide des taux d'intérêt aux observations courantes de l'inflation sous-jacente et du chômage, avec une élasticité plus qu'unitaire du taux des fonds fédéraux au taux d'inflation, mais sans excès préventif.

Les deux facteurs pouvant influencer le comportement de la BCE — la présomption d'un biais inflationniste de la part des gouvernements et le souci de réputation — soulèvent un enjeu essentiel de la phase en cours de l'intégration européenne. Avec la fin de la transition à la monnaie unique, l'allongement de l'horizon européen incite à se préoccuper de la cohérence temporelle des politiques économiques en Europe, en même temps qu'il crée de meilleures conditions pour affirmer cette cohérence : même soumis aux dispositions du Pacte de stabilité et de croissance, les gouvernements ne sont plus tenus par la nécessité de vérifier *ex ante* des critères très stricts de bonne gestion publique dont ils étaient initialement très loin.

Règles d'action pour la BCE

Lorsque la banque centrale possède une fonction de perte intertemporelle bien définie et qu'elle connaît parfaitement le mécanisme de transmission de ses décisions monétaires (notamment parce que le schéma explicatif de l'inflation est suffisamment simple), elle peut théoriquement s'engager, une fois pour toutes, sur une fonction de réaction optimale, déterminée au sein d'une classe de fonctions assez simples pour favoriser la transparence. Ensuite, la banque centrale n'a plus qu'à obéir à cette fonction optimale, en fonction de l'inflation et de l'activité observées et comparées à leur cible. La possibilité de prendre des décisions monétaires circonstancielles et discrétionnaires, qui prennent des libertés avec la règle, est exclue par la définition même de la crédibilité adéquate à ce modèle, qui correspond à l'exclusion de l'incohérence temporelle. Cette définition de la politique monétaire crédible est très restrictive : elle suppose que l'éventail des chocs qui peuvent survenir a été correctement pris en compte par le modèle stochastique de l'économie utilisé pour déterminer la fonction optimale et que celle-ci n'est pas à l'excès influencée par les conditions initiales circonstancielles qui prévalaient au moment où elle a été choisie (cf. Svensson, 2000a).

Il est évidemment très difficile d'envisager que la politique monétaire soit menée en fonction d'une règle quasi-automatique, ceci d'autant plus qu'en présence d'incertitude portant sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire (incertitude dite « non additive »), une règle monétaire simple issue d'une optimisation dans un univers certain est sous-optimale (cf. la synthèse de H. Le Bihan et J.-G. Sahuc, 2001). Il est important, dans ces conditions, de privilégier plutôt une règle prudente.

Lorsque la banque centrale s'attache à une stratégie de ciblage intermédiaire d'un agrégat monétaire, cette stratégie ne peut être optimale, à l'égard de l'objectif de stabilité des prix, que si cet agrégat, à supposer qu'il soit contrôlable, est le déterminant et le prédictif exclusifs de l'inflation. Dès lors que le mécanisme de transmission est plus complexe et même si la fonction de demande de monnaie est stable, l'objectif d'inflation peut être respecté en moyenne par une telle stratégie, mais au prix d'une inefficience recouvrant une volatilité excessive de l'inflation et de l'activité (Svensson, 2000a). Parler d'optimalité revient alors à considérer que les agents sont indifférents à cette volatilité et qu'ils n'en tiennent pas rigueur à la banque centrale, dès lors que l'inflation visée est en moyenne respectée. C'est évidemment compter sur leur bonté d'âme ou leur crédulité mais s'illusionner sans doute quelque peu sur la stabilité d'un tel régime de politique monétaire.

La BCE n'est au demeurant pas dupe du cadre d'action exagérément restrictif, ou tout simplement irréaliste, qu'imposerait le respect d'une règle d'action parfaitement prédéfinie, quand bien même elle ne serait

pas inconditionnelle mais conditionnée par un ensemble précis d'informations (à l'image de la fameuse règle de Taylor) ou, encore mieux, fondée sur l'optimisation d'une fonction de perte sous contrainte d'un modèle satisfaisant de représentation de l'économie. La prise en compte justifiée de l'incertitude affectant le « bon » modèle (la nature des causalités aussi bien que la mesure des variables qu'elles relient, comme, typiquement, l'*output gap*) ne simplifie pas au demeurant la définition de cette règle d'action, dont la robustesse exigerait alors une complexité peu envisageable. Parce que la recherche de la règle optimale apparaît ainsi comme une impasse pratique (même si on peut retracer après coup le comportement de la banque centrale à l'aide d'une règle empiriquement estimée), la BCE préfère définir sa stratégie d'action comme un ensemble de procédures guidant ses prises de décision et sa communication avec le public : engagement clair sur l'objectif fondamental de stabilité des prix, cadre d'analyse explicite des évolutions et des risques, explication transparente des décisions. Chiche ! a-t-on envie de répondre, si une telle présentation de la politique monétaire ouvre la porte à un débat argumenté et maîtrisé avec les autres acteurs de la vie économique, ce qui reste sans doute la meilleure façon de réduire l'incertitude affectant la caractérisation de la situation économique.

Pour échapper à une acception trop restrictive, la cohérence temporelle de l'action de la BCE doit pouvoir signifier une articulation harmonieuse des objectifs et règles de long terme avec une action conjoncturelle adaptée aux circonstances. Pour qu'elle soit satisfaite, il faudrait qu'elle implique de manière coopérative les diverses institutions qui sont partie prenante de la politique économique — BCE et gouvernements en premier lieu. Si l'antagonisme prévaut entre ces institutions, l'instabilité du jeu conflictuel qui gouverne leurs relations peut conduire à de mauvaises surprises : c'est ce qu'ont voulu éviter les auteurs du Pacte de stabilité et de croissance en définissant d'emblée des règles du jeu inégales qui donnent clairement la priorité aux objectifs de la banque centrale par la limitation de la liberté d'action budgétaire des gouvernements. Mais c'est un dispositif médiocre pour la gestion publique de l'Union monétaire, car celle-ci ne peut exploiter ni les vertus d'une franche autonomie budgétaire permettant de parer aux chocs asymétriques survenant au sein de l'Union monétaire, ni celles d'un fédéralisme budgétaire renforcé, qui inclurait des dispositifs de stabilisation et d'assurance mutuelles face à de tels chocs.

Un horizon d'action élargi par la coopération entre institutions

Une construction plus coopérative de la cohérence temporelle souhaitable des politiques économiques bénéficierait d'une entente des institutions concernées sur les déterminants et les perspectives de la croissance envisageable et souhaitable à long terme pour l'Union

européenne. L'élaboration de cette perception commune du sentier de croissance — éliminant le biais inflationniste — faciliterait la gestion, autonome mais coopérative, de ses propres objectifs et instruments par chaque institution. L'identification des déviations conjoncturelles s'en trouverait également facilitée, ce qui permettrait de juger du respect des objectifs, comme celui de stabilité des prix, sur un horizon suffisamment long pour lisser ces perturbations et éviter ainsi les excès procycliques des politiques économiques, dont l'Europe a tant souffert dans les années 1990 et dont elle peut encore souffrir si l'angoisse de l'inflation l'emporte sur une vision « objectivée » de la situation. L'Eurogroupe pourrait gagner en visibilité politique et en pouvoir d'influence s'il usait opportunément de son caractère informel pour développer une initiative publique européenne, qui ne serait ni de l'ordre de l'action discrétionnaire et volontariste, ce à quoi souvent les Allemands rechignent, ni de l'ordre de la règle impérative, qui suscite la réticence fréquente des Français. Une lecture optimiste des potentialités de l'actuelle « nébuleuse exécutive » européenne (Magnette, 2000) laisse penser qu'une évolution positive en direction d'une concertation inter-institutionnelle plus approfondie est possible. Des lieux de rencontre existent déjà entre les représentants des Etats, de la Commission, de la BCE, comme le Comité économique et financier. Le dialogue inter-institutionnel pourrait évoluer en direction d'une logique réciproque de « *checks and balances* » qui permette l'extension à la BCE de l'obligation de motivation des décisions qui prévaut déjà pour les autres institutions communautaires. Mais une telle évolution suppose aussi l'exercice plus résolu de ses responsabilités de politique économique par la communauté des gouvernements européens.

Certes, les gouvernements ont développé et affiné depuis quelques années les procédures d'établissement des Grandes orientations de politique économique (les « GOPE ») et s'efforcent d'articuler celles-ci avec les politiques d'emploi, elles-mêmes animées par la « méthode ouverte de coordination ». Mais cet effort procédural révèle ses limites : sa lourdeur contribue à l'inertie de la politique européenne, comme l'illustre la disparité des réactions américaine et européenne lorsque les attentats du 11 septembre 2001 précipitent un ralentissement mondial qui couvait déjà ; la prédominance confirmée des ministres des finances dans la procédure ne favorise pas l'émancipation à l'égard du cadre étroit du Pacte de stabilité si ces ministres se font les avocats de l'orthodoxie budgétaire au sein des gouvernements. La routine des recommandations adressées aux États suspectés de laxisme l'emporte encore sur l'effort positif de coordination réelle autour d'objectifs communs. La gouvernance européenne reste inadaptée à la définition et à la mise en œuvre d'un *policy mix* suffisamment réactif, qui concoure ainsi à la consolidation des perspectives de croissance européenne ¹⁴.

14. Sur l'évolution et l'évaluation de la procédure des GOPE, voir Dufresne (2001).

L'insertion plus franche de la BCE dans un réseau institutionnel qui active les obligations de motivation et de responsabilité contribuerait à clarifier l'horizon qui gouverne ses décisions. À cet égard, le flou aujourd'hui perceptible de cet horizon favorise la versatilité ou la pusillanimité des décisions monétaires et facilite d'éventuels effets de surprise déstabilisants pour la croissance. Issing (2000) rappelle que l'objectif fondamental d'une hausse des prix inférieure à 2 % l'an est à apprécier sur le moyen terme mais, dans le même article, un horizon de deux ans est mis en avant pour vérifier le respect de cet objectif («... the 2-year typically taken into account in the forecasts », p. 336) : c'est effectivement l'horizon habituel des prévisions conjoncturelles, qui encadre les délais d'action estimés de la politique monétaire sur les prix, mais c'est un moyen terme très court, bien plus court que la durée d'un cycle conjoncturel normal, et qui ne suffit pas à épuiser les effets de la politique monétaire sur l'activité ¹⁵. Il est vrai que les brèves phases d'expansion conjoncturelle que peut connaître l'Europe ont bien du mal, depuis deux décennies, à durer plus longtemps... Bien sûr, lorsque la BCE se réfère au comportement des taux d'intérêt longs pour témoigner des anticipations d'inflation, elle fait référence à un horizon temporel plus long : à long terme, l'inflation est censée être un phénomène fondamentalement provoqué par la croissance excessive de l'offre monétaire, que reflètent les anticipations incorporées dans les taux longs ¹⁶.

Ce dédoublement de l'horizon donne le sentiment que l'angoisse du risque inflationniste s'en trouve d'autant plus avivée : à court terme, les chocs sont évalués par la BCE en fonction non pas tant de leur impact plus ou moins transitoire envisageable sur l'inflation effective que de leur impact supputé sur les anticipations d'inflation et sur la demande de monnaie conséquente ; à long terme, le dérapage de l'offre monétaire qui explique fondamentalement l'inflation ne prévaut que si le penchant au laxisme monétaire a laissé jouer, dès le court terme, l'accommodation cumulée des chocs et des anticipations. C'est au demeurant cette attitude qui justifie finalement l'attention prioritaire aux agrégats monétaires, puisque leur croissance trop rapide est censée contaminer très vite des anticipations fondées sur la croyance en la

15. Voir par exemple les fonctions de réponses de l'activité aux chocs sur les taux d'intérêt estimés par Mihov (2001).

16. Mankiw (2001) relève ce point à sa façon : « La politique monétaire influence le chômage et la croissance à court terme. Ce que signifie le « court terme » est sujet à discussion, mais la plupart des économistes s'accordent pour considérer que les actions de la banque centrale influencent ces variables sur un horizon d'au moins deux à trois ans. Ceci signifie que la banque centrale est susceptible d'aider à la stabilisation de l'économie. Dans le jargon économique, la politique monétaire est neutre à long terme, mais non pas à court terme ». Le paradoxe pouvant être que l'objectif fondamental de stabilité des prix et l'hypothèse de neutralité à long terme de la politique monétaire contribuent à légitimer des politiques qui ne sont pas les plus adaptées pour stabiliser l'économie à court terme. A contrario, Mankiw montre que le souci de stabilisation des performances de croissance et d'emploi était partie prenante de la politique monétaire américaine des années 1990 et que cette pratique n'a sans doute pas été sans effets bénéfiques pour les performances tendancielles de l'économie américaine.

nature fondamentalement monétaire de l'inflation¹⁷. Le paradoxe est alors que cette croyance, qui concerne le long terme, conduise, à court terme, à une attitude biaisée vers la restriction face au moindre risque d'activation des anticipations inflationnistes, et vers l'inertie lorsque l'angoisse de l'inflation prend trop le dessus sur la menace de la récession, comme en 2001. Et pour juger de la menace représentée par ces anticipations d'inflation supputées, par ces anticipations au second degré, les informations délivrées par les marchés apparaissent évidemment pertinentes, voire tout simplement les seules disponibles. La BCE n'est pas inconsciente de ces contradictions, ce qui ne veut pas dire qu'elle y échappe. Son bulletin d'octobre 2001 développe ainsi l'idée qu'une règle d'action basée sur un horizon trop prédéterminé aura du mal à prendre en compte la variabilité des délais d'action effectifs de la politique monétaire et peut induire une instabilité excessive¹⁸.

Conclusion

À l'encontre de la conception « fétichiste », la conception « laïque » de la crédibilité qui a été défendue considère que la banque centrale est crédible si elle est capable de garantir la pérennité d'une inflation basse sans verser dans un excès de rigidité créant un déficit de croissance¹⁹. Elle suppose l'organisation quasi institutionnelle d'un espace public qui permette de confronter les prévisions de croissance, d'inflation et de chômage à court et moyen terme de la banque centrale et celles d'organismes publics et privés compétents. Les prévisions implicites incorporées dans les taux à long terme ou les négociations salariales figurent parmi les éléments de cette confrontation, car ce sont bien sûr des ingrédients des prévisions des uns et des autres. Les prévisions, on le sait, sont toujours conditionnelles, elles dépendent ainsi pour partie des hypothèses faites sur les décisions de la banque centrale

17. Cette anxiété face à l'autoréalisation des anticipations d'inflation, qu'aiderait une politique monétaire trop laxiste, s'exprime explicitement par exemple dans le bulletin d'octobre 2001 de la BCE (« Issues related to monetary policy rules », p. 37) : « Bien sûr, les « surprises » monétaires qui cherchent à stimuler la production à court terme deviennent incorporées dans les anticipations au cours du temps. De plus, si la fixation des prix dépend des anticipations sur le futur, une plus forte inflation anticipée devient rapidement une plus forte inflation effectivement observée ».

18. « Restreindre l'attention à un horizon prévisionnel limité peut, dans certaines circonstances, induire des réactions à courte vue, dont les effets devront être plus tard corrigés, ce qui suscite des coûts en termes d'instabilité » (« Issues related to monetary policy rules », p. 45).

19. Évidemment, cette crédibilité, ainsi définie, ne s'acquiert pas en dehors d'un processus expérimental au cours duquel les agents éprouvent les résultats et le bien-fondé de la politique monétaire. En ce sens, elle se rapproche de la notion de confiance, telle qu'elle est proposée par Dal-Pont, Torre et Tosi (2000) : «... la compréhension mutuelle entre le gouvernement et les agents qui caractérise l'état de confiance, émerge de l'observation ex post de résultats positifs obtenus par la mise en œuvre de politiques difficilement appréciables ex ante... Définie par l'effectivité des interactions mutuelles, par la conscience forte du contexte économique dans lequel l'activité s'insère, la confiance permet de s'affranchir de certaines contraintes, parfois excessives, héritées de la problématique de la crédibilité ».

elle-même, elles incorporent et pondèrent différemment des analyses quantitatives et des jugements circonstanciés. La nature des prévisions respectives et leur pertinence à l'égard des risques inflationnistes seront éclairées par cette confrontation bien menée. La banque centrale en tirera bénéfice pour corriger ses propres prévisions et son évaluation normative de la situation. Elle participe ainsi à l'obligation de motivation de ses décisions sans perdre de son indépendance. Elle reste pleinement maîtresse de ses décisions. Mais, *ex ante* comme *ex post*, l'ensemble des agents est mieux à même d'en évaluer le bien-fondé. La banque centrale, probablement, y trouvera finalement plus d'avantages que de coûts, une fois dépassée la crainte de perdre des protections trop faciles. Sa responsabilité dans l'évolution économique, vis-à-vis de ses propres objectifs de stabilité des prix comme des politiques économiques gouvernementales, sera mieux évaluée pour ce qu'elle est strictement, sans le risque d'un excès d'imputation des difficultés que lui fait courir son isolement présent. C'est, pour elle, le versant positif de cette objectivation souhaitable des décisions monétaires et de leur motivation.

L'espace européen reste économiquement et socialement hétérogène, encore peu animé par des projets et des règles communs en matière sociale, notamment en matière de politiques et de négociations salariales. Au sein d'une telle union monétaire, il apparaît bien difficile de coordonner les anticipations d'inflation des agents européens autour de l'énoncé d'une cible quantitative de masse monétaire, dont l'intelligibilité présuppose cette homogénéité. Les agrégats monétaires de la zone euro, *a fortiori* dans cette période de mise en œuvre de la monnaie unique, de restructuration intense des marchés de capitaux et d'expansion des émissions libellées en euros (Eichengreen, 2000), entretiennent une relation fort incertaine avec l'activité économique et ses composantes nationales.

En particulier, les autorités monétaires ne peuvent se désintéresser des effets localement différenciés d'une politique monétaire uniforme, car ces effets de transmission différenciés influencent en retour les performances globales de la zone euro. Cette différenciation des effets de transmission mobilise les différents canaux d'action de la politique monétaire. Beaudu et Heckel (2001) montrent que l'hétérogénéité du tissu des entreprises et de leurs structures financières est source d'un fonctionnement durablement asymétrique du *canal du crédit* au sein de la zone euro, c'est-à-dire de la manière dont le risque attaché par les banques au financement des entreprises et la sensibilité du comportement d'investissement de ces dernières à leur situation de liquidité sont fonction des conditions monétaires définies par la banque centrale. Mojon (2001) donne une réponse plus nuancée en ce qui concerne le *canal du taux d'intérêt* : si les structures bancaires présentent encore des asymétries notables au sein de la zone euro, l'intégration du marché monétaire, sa moindre volatilité et la concurrence accrue entre sources

de financement favoriseront à la fois une plus grande homogénéité européenne de la réaction des taux bancaires au taux du marché monétaire et une réactivité elle-même accrue de ces taux. Quant aux structures de bilan comparées des entreprises et des ménages en Europe, elles ne semblent pas devoir être à l'origine d'effets-revenu franchement différents entre pays à la suite de décisions de la BCE. Les effets-richeesse pourraient être plus différenciés, mais ils sont aussi jugés moins importants. Si on tient compte du fait que le *canal du taux de change* a vu son importance réduite du fait même de l'unification monétaire mais que les pays restent inégalement sensibles aux variations du cours de l'euro, on conçoit que la synthèse des asymétries propres à chaque canal de transmission de la politique monétaire soit un exercice difficile, qui devrait retenir l'attention de la banque centrale dans les années à venir...

La capacité d'une politique monétaire unique à promouvoir une synchronisation positive des économies nationales n'est pas acquise d'avance, compte tenu des différences structurelles persistantes entre ces économies. L'attitude de la BCE doit combiner la modestie de ce que peut être son action monétaire globale — orienter le niveau général des taux d'intérêt en fonction de principes d'action explicités et calibrés sur l'ensemble de la zone euro — et l'attention aux canaux de transmission multiples qu'emprunte cette action au sein d'une zone monétaire encore très hétérogène et peu soumise à des régulations sociales communes. Les rigidités nominales qui décident de l'impact sur les taux réels du maniement des taux nominaux diffèrent d'un pays à l'autre. La complexité et la pluralité de ces effets de transmission prohibent l'attachement irréversible à une règle simple et contribuent à justifier l'importance des marges d'action discrétionnaire dont doit bénéficier la banque centrale. La difficulté à caractériser le jeu conjoint et circonstancié de ces effets s'est d'ailleurs exprimée, jusqu'à présent, par la mobilité des opinions exprimées par les responsables de la BCE sur le risque principal du moment (la rapidité du passage, au cours de 1999, du risque déflationniste au risque inflationniste, ou encore le changement d'attitude sur la portée de la baisse de l'euro). C'est le phénomène dit de la « mentalité de crise » selon Bernanke et Mishkin (1992), qui consiste à surpondérer, à un moment donné, la variable considérée comme critique dans le jugement global exercé. Ce n'est d'ailleurs pas en soi une attitude irrecevable car les conjoncturistes savent bien que la pertinence des différents indicateurs évolue au cours du cycle, en fonction de la nature des déséquilibres et des tensions, et que c'est justement pour cela que l'usage excessif des indicateurs composites ou agrégés (la masse monétaire en est un !) est dangereux. Mieux vaut disposer d'un système d'information et d'analyse ouvert qui permette de faire porter en connaissance de cause, et sans exagération, l'attention sur les indicateurs pertinents dans la phase conjoncturelle où l'on se trouve — la disponibilité d'un appareil statistique européen

répondant à ces besoins est loin d'être aujourd'hui pleinement assurée ! Admettre ces difficultés et les assumer par un traitement débattu de l'information conjoncturelle et prévisionnelle, plutôt que par la crispation sur les seuls indices qui paraissent menacer dans l'immédiat l'objectif de stabilité des prix (il y en a toujours), contribuerait à mieux assurer l'efficacité d'un gradualisme préventif et à éviter les surréactions déstabilisantes de la part de la politique monétaire.

La capacité d'anticipation et de prévention de la BCE se joue sans doute là : à cause de l'hétérogénéité encore dominante de la zone euro, elle peut difficilement se passer d'une représentation de l'économie européenne qui soit plus « structurelle » que « monétariste ». Cette représentation l'inciterait à privilégier l'attention à l'impact global et diversifié des taux d'intérêt et de leur structure plutôt que la maîtrise illusoire d'un agrégat monétaire dont l'homogénéité apparente n'a pas encore de répondant dans l'espace réel européen. La BCE est bien en charge de la stabilité globale des prix, mais l'exercice de cette responsabilité d'intérêt commun passe par une vision suffisamment détaillée de l'impulsion et de la propagation des chocs et des tensions au sein de la zone euro — ce qui n'est pas la même chose que d'accorder une prééminence à tel ou tel point de vue national. Pour toutes ces raisons, la BCE devra être tout autant anglo-saxonne que germanique, s'inspirer autant de la FED que de la Buba.

Références bibliographiques

- AGLIETTA M., 2000 : *Macroéconomie financière*, Seconde édition, La Découverte, Collection Repères.
- ARTUS P., 2000 : « Quelle règle de fixation du taux d'intérêt pour contrôler l'inflation prévue ? », *Document de travail n° 2000-62/MA*, Service des Études Économiques et Financières, Caisse des Dépôts et Consignations, septembre.
- ARTUS P., 2000 : « La banque centrale doit-elle réagir vite ou réagir avec retard à l'inflation ? », *Document de travail n° 2000-63/MA*, Service des Études Économiques et Financières, Caisse des Dépôts et Consignations, septembre.
- BACKUS D. et J. DRIFFILL, 1985 : « Inflation and Reputation », *The American Economic Review*, vol. 75, n° 3, juin.
- BARRO R.J. et D.B. GORDON, 1983a : « A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model », *Journal of Political Economy*, août.
- BARRO R.J. et D.B. GORDON, 1983b : « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, 12, juillet.

- BEAUDU A. et T. HECKEL, 2001 : « Le canal du crédit fonctionne-t-il en Europe ? », *Economie et Prévision*, 147 (1), janvier-mars.
- BENTOGGIO G., J. FAYOLLE et M. LEMOINE, 2001 : « Unité et pluralité du cycle européen », *Revue de l'OFCE*, n° 78, juillet.
- BERNANKE B. et F. MISHKIN, 1992 : « Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy : Observations from Six Industrialised Countries », *NBER Macroeconomic Annual*.
- BLINDER A.S., 1999 : *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press.
- BLINDER A.S., 2000 : « Central-Bank Credibility : Why Do We Care ? How Do We Build It ? », *American Economic Review*, 90 (5), décembre.
- COPPEL A., M. DURAND et I. VISCO, 2000 : « EMU, the Euro and the European Policy Mix », *Economics Department Working Papers*, OECD, février.
- CORSETTI G., 2000 : « A Perspective on the euro », *CESifo forum*, vol. I, n° 2, summer.
- CREEL J. et J. FAYOLLE, 2002 : « La Banque centrale européenne ou le seigneur des euros », *Revue de l'OFCE*, 81.
- CREEL J. et H. STERDYNIAK, 1999 : « La politique monétaire sans monnaie », *Revue de l'OFCE*, n° 70, juillet.
- DAL-PONT M., D. TORRE et E. TOSI, 2000 : « Régimes monétaires et coordination : règles du jeu et institutions », in *Monnaie, Croissance et Marchés, Essais en l'honneur de Jacques Le Bourva*, sous la direction de J.L. GAFFARD et M. GLAIS, Economica.
- DAVANNE, O. et P. JACQUET, 2000 : « Quelle politique de change pour l'euro ? », *Revue d'Economie Politique*, n° 3, mai-juin.
- DEBRUN X. et C. WYPLOSZ, 1999 : « Onze gouvernements et une banque centrale », *Revue d'Economie Politique*, n° 3, mai-juin.
- DUFRESNE A., 2001 : « Les grandes orientations de politiques économiques : un changement institutionnel, quel changement substantiel ? », *Revue belge de sécurité sociale*, décembre.
- EICHENGREEN B., 2000 : « The Euro One Year On », *Journal of Policy Modeling*, 22 (3).
- EUROPEAN CENTRAL BANK, 2000 : *Monthly Bulletin*, ECB Press Division, Francfort sur Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, 2000 : *Annual Report 1999*, ECB Press Division, Francfort sur Main, avril.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, 2001a : « Issues Related to Monetary Policy Rules », *Monthly Bulletin*, octobre.

- EUROPEAN CENTRAL BANK, 2001b : *The Monetary Policy of the ECB*, Francfort sur le Main.
- FAUST J. et L.E.O. SVENSSON, 2000 : « Transparency and Credibility : Monetary Policy with Unobservable Goals », *mimeo*, février.
- FAVERO C., X. FREIXAS, T. PERSSON et C. WYPLOSZ, 2000 : « One Money, Many Countries », *Monitoring the European Central Bank*, n° 2, CEPR, Londres.
- FELDSTEIN M., 2000 : « The European Central Bank and the Euro : the First year », *NBER Working Paper*, n° 7517, février.
- GERAATS P.M., 2001 : « Why Adopt Transparency ? The Publication of Central Bank Forecasts », *Document de travail* n° 41, BCE, janvier.
- GUTHRIE G. et J. WRIGHT, 2000 : « Open Mouth Operations », *Journal of Monetary Economics*, 46 (2), octobre.
- ISSING O., 2000 : « The ECB's Monetary Policy : Experience After the First Year », *Journal of Policy Modeling*, 22 (3).
- JACQUINOT P., 2001 : « L'inflation sous-jacente en France, en Allemagne et Royaume-Uni », *Economie et Prévision*, 147 (1), janvier-mars.
- LE BIHAN H. et J.-G. SAHUC, 2001 : « Règles de politique monétaire en présence d'incertitude : une synthèse », papier présenté lors du séminaire Fourgeaud, DP, 7 novembre, à paraître dans la *Revue d'Economie Politique*.
- LEIJONHUFVUD A., 1987 : « Controverses économiques autour du régime monétaire », *Revue Française d'Economie*, printemps.
- MAGNETTE P., 2000 : « La Banque centrale européenne entre indépendance et responsabilité : *quis custodes custodiet* », *Cahiers européens de Sciences Po*, n° 1.
- MANKIW N.G., 2001 : « U.S. Monetary Policy during the 1990s », *Working Paper* n° 8471, NBER, septembre.
- MIHOV I., 2001 : « One Monetary Policy in EMU, Countries, Regions, Channels », *Economic Policy*, n° 33, octobre.
- MOJON B., 2001 : « Structures financières et canal des taux d'intérêt de la politique monétaire dans la zone euro », *Economie et Prévision*, 147 (1), janvier-mars.
- OBSTFELD M. et K. ROGOFF, 1996 : *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press.
- SEDILLOT F., 2001 : « La pente des taux contient-elle de l'information sur l'activité économique future ? », *Economie et Prévision*, 147 (1), janvier-mars.

- SOLANS E.D., 2000 : « Monetary Policy under Inflation Targeting », *contribution à la Conférence annuelle de la banque centrale du Chili*, Santiago du Chili, décembre.
- SVENSSON L.E.O., 2000a : « How should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability ? », *NBER Working Paper Series*, n° 7516, février.
- SVENSSON L.E.O., 2000b : « The First Year of the Eurosystem : Inflation Targeting or Not ? », *NBER Working Paper Series*, n° 7598, mars.
- THORNTON D.L., 2000 : « Lifting the Veil of Secrecy from Monetary Policy : Evidence from the Fed's Early Discount Rate Policy », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 32 (2), mai.
- WHITTAKER J., 2000 : « The Reputational Constraint on Monetary Policy », *mimeo*, Lancaster University, décembre.
- WINKLER B., 2000 : « Which Kind of Transparency ? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making », *Document de travail* n° 26, BCE, août.
- WOODFORD M., 1999 : « Optimal Monetary Policy Inertia », *Manchester School Supplement*, vol. 67.